

SKC코오롱PI(178920)

4Q18 Preview: 2보 전진을 위한 1보 후퇴

제품 다변화로 출하량 전분기대비 14% 감소, 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액은 전분기대비 21% 감소한 540억원, 영업이익은 35% 감소한 119억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. EV, 폴더블 패널, 이차전지 등 적용제품 다변화로 보유 생산설비로는 생산량과 출하량을 극대화하기 어려워졌기 때문이다. 제품 종류가 많을수록 생산성이 떨어진다. 3분기도 같은 이유로 생산량이 전분기 대비 23% 감소해 재고수준도 낮아 4분기 실적 감소는 불가피할 전망이다. 다만 실적 부진이 수요 감소 때문이라는 우려는 과하다고 본다. PI필름의 시장수요 증가 폭이 전년대비는 작겠지만 산업 전체 생산능력은 내년 하반기에나 늘기 때문이다. 경쟁사도 방열시트용 제품을 출하한 것으로 파악되는데 이는 생산능력 증가 없이 어플리케이션만 바꾼 것이다. 전체 PI필름 수급은 양호한 것으로 추정된다.

내년을 위한 큰 그림 - 신규 라인 가동과 원재료 가격 하락

올해 하반기 부진한 실적은 어플리케이션 다변화와 장기공급계약 등 내년 견조한 성장을 위한 일보후퇴로 본다. 내년초 신규 라인 가동으로 생산능력이 18%(연 600톤) 확대되고 경쟁사도 내년 하반기 증설돼 공급과잉 우려가 있겠지만 미리 제품과 고객을 다변화했으므로 특정 제품에 공급초과나 가격 경쟁이 발생해도 경쟁사대비 높은 가동률을 유지할 것으로 전망한다. 내년 FPCB용 PI필름 수요가 둔화되더라도 EV, 폴더블 패널, 이차전지 시장에 계속 공급할 수 있기 때문이다. 한편 PI필름 생산의 주 원재료인 PMDA는 내년 중국에서 증설 물량들이 차례로 가동할 전망이어서 원재료 가격 하락에 따른 영업이익률 추가 개선을 기대할 수 있다.

낮아진 시장 기대치 반영해 목표주가 45,000원으로 하향

가동률 극대화로는 단기적으로 매출 확대가 어려워졌고, PI필름 수요에 대한 시장 기대감이 낮아져 목표주가를 45,000원으로 29% 하향한다. 2019년 EPS 추정치를 가동률이 높았던 올해 7월 추정치 대비 15% 감익했고, 소재업체들의 밸류에이션 하락으로 목표 PER은 30배에서 25.3배로 낮춘다. 하지만 여전히 2019년 매출액과 영업이익이 각각 15%, 25% 증가할 것으로 예상돼 매수의견을 유지한다. 내년 라인 가동 효율화가 완료되고 실적이 개선되면 주가는 반등할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	153	32	21	714	23.5	45	19.6	9.1	1.8	9.6	3.2
2017A	216	53	33	1,116	56.3	68	42.3	19.7	5.6	13.8	1.7
2018F	257	64	39	1,315	17.8	79	23.8	11.0	3.6	15.3	3.2
2019F	296	80	52	1,766	34.3	96	17.7	9.2	3.3	19.5	3.8
2020F	319	76	54	1,823	3.2	93	17.1	9.5	3.1	18.9	3.8

매수(유지)

목표주가: 45,000원(하향)

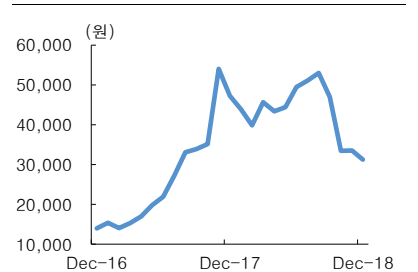
Stock Data

KOSPI(12/13)	2,096
주가(12/13)	31,250
시가총액(십억원)	918
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저(원)	55,400/29,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,294
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.6/6.3
주요주주(%)	SKC 외 2인 54.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.9)	(39.8)	(36.4)
KOSDAQ 대비(%p)	(18.5)	(17.7)	(24.6)

주가추이



자료: FnGuide

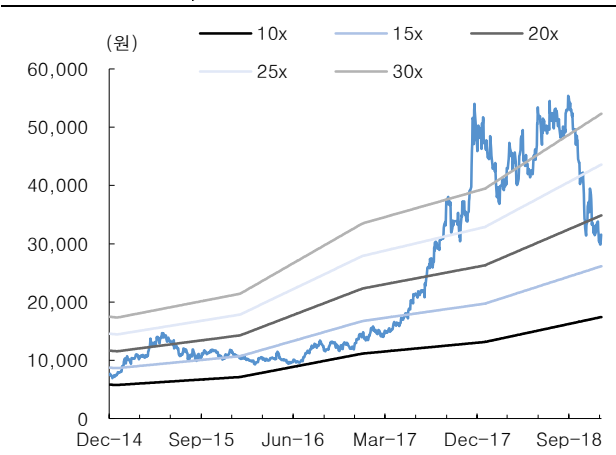
김정환

junghwan.kim@truefriend.com

FCCL 시장 성장 둔화되나 PI필름 수급은 공급 제한으로 양호할 것

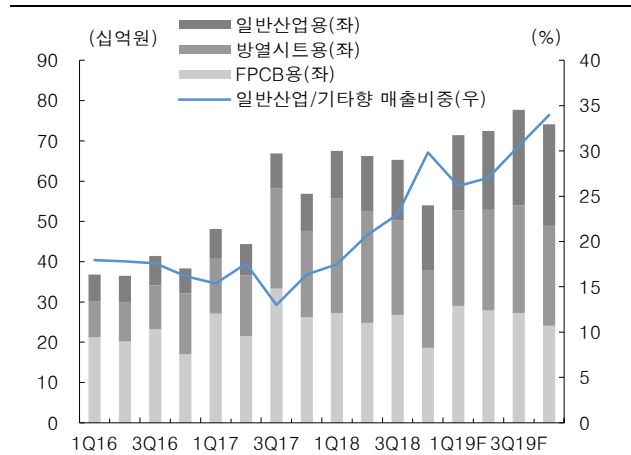
PI필름은 FPCB 생산에 필요한 FCCL의 주 원재료다. 다만 FCCL 업체들의 4분기(10~11월) 전년 대비 매출액 증가율은 -6.4%를 기록했다. 2017년 하반기에 애플 아이폰X와 중국 스마트폰용 물량이 집중됐었기 때문이기도 하지만 증가율이 2Q18 5.9%, 3Q18 -0.1%로 둔화됐다는 점에서 시장 성장에 한계를 보이고 있다. 이는 FPCB용 PI필름 수요 성장 둔화를 의미하기도 한다. 다만 SKC코오롱 PI에게 당장 부정적인 효과를 주진 않을 것으로 예상되는데, PI필름 산업 전체 캐파의 증가는 당장에 없어 수요와 공급 밸런스는 내년까지 유지될 전망이다기 때문이다.

[그림 1] 12MF PER band: 가동률이 높았던 2H17 PER 15~35배, 가동률 낮아진 2H18은 20배를 하회



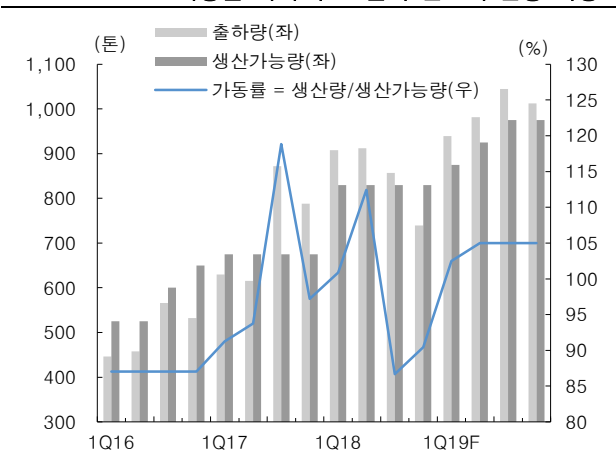
자료: 한국투자증권

[그림 2] 매출처 다변화가 내년 매출규모 확대의 변수: 성장 정체되는 FPCB와 방열시트용 PI 시장 탈피



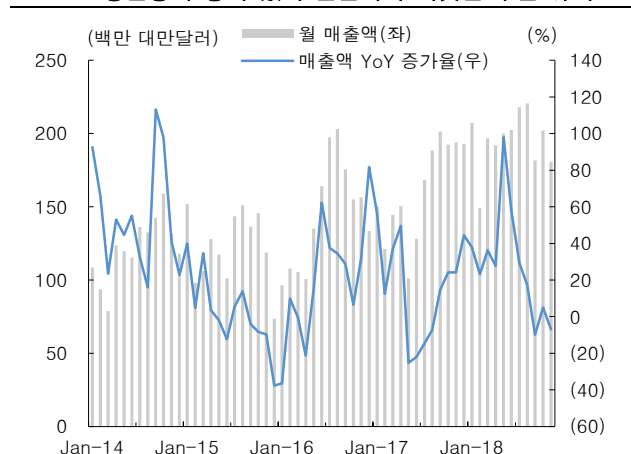
자료: 한국투자증권

[그림 3] 가동률 극대화에서 제품 다변화로 전략 수정: 2H18 가동률 하락 후 효율화 완료시 반등 예상



주: 가동률은 생산가능량 대비 실제 생산량의 비율임
자료: 한국투자증권

[그림 4] 경쟁사인 대만 Taimide도 실적 증가세 둔화: 생산능력 증가 없어 전년 대비 비슷한 수준 유지



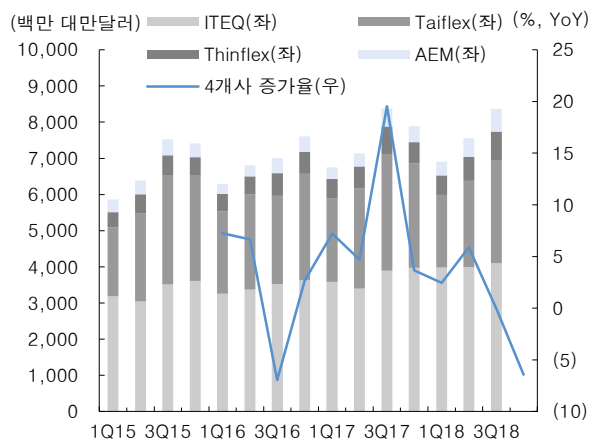
자료: Taimide, 한국투자증권

〈표 1〉 전세기 PI필름 생산능력 추이: 방열시트용 PI필름 경쟁업체의 설비는 노후화로 생산량 확대 쉽지 않아

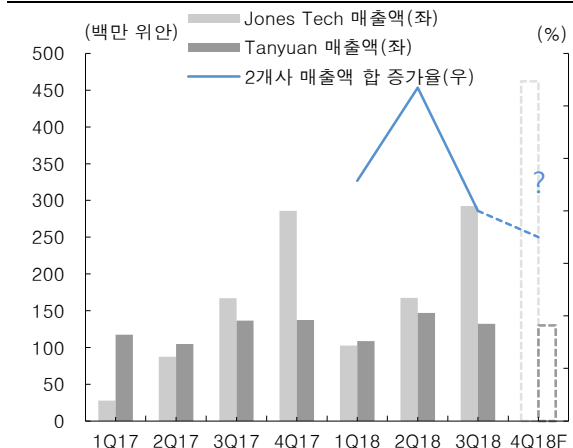
PI필름 생산능력(톤)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
SKC코오롱PI	1,500	1,500	2,100	2,100	2,100	2,100	2,300	2,700	3,300	3,900	4,050
Dupont/Toray-dupont	2,520	2,520	2,520	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	3,212	3,504
Kaneka	2,600	2,600	2,600	2,600	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,500	3,800
Taimide	700	700	700	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,700	2,000
전체 산업 생산능력	7,320	7,320	7,920	9,020	9,620	9,620	9,820	10,220	10,820	12,312	13,354

자료: 산업 자료, 한국투자증권

[그림 5] 대만 FCCL업체 매출액 전년대비 소폭 감소 추세: FPCB용 PI필름 시장은 성장 둔화될 가능성 높아

주: 4Q18 증가율은 10~11월(2개월) 누적 매출액으로 계산
자료: 한국투자증권

[그림 6] 방열시트용 PI필름 수요 업체들 매출액은 증가: 방열시트용 PI필름 시장 성장은 내년에도 유효



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 2〉 사업부문별 PER 밸류에이션

	2018년 순이익 (매출비중)	2019년 순이익 증가율	2019년 순이익 (매출비중)	2019년 목표 PER	사업가치 (십억원)	목표 PER 추정내용
FPCB용	14.9 (39%)	26.5%	18.8 (37%)	14배	2,635억원	사업내용(FPCB)이 같은 대만 Taimide의 2018F PER 적용
방열시트용	15.1 (39%)	17.6%	17.8 (34%)	40배	7,104억원	인조 흑연 방열 시트 전문업체인 중국 Tanyuan, Jones Tech의 2018F PER 평균치 적용
일반 산업용/기타 (전기차용 배터리, 폴더블 패널 소재)	8.7 (22%)	76.8%	12.5 (29%)	22배	3,362억원	2차 전지 소재업체(엘엔에프, 에코프로, 코스모신소재)와 폴더블 패널 소재업체(코오롱인더스트리, 덕산네오룩스)의 2018F PER 평균치 적용
총합	38.6	4.3%	51.9	25.3배	13,100억원	2019년 EPS 1,766원 목표주가 45,000원 2018년 12월 13일 기준 시가총액 9,177억원

주: FPCB, 방열시트, 일반 산업용 PI필름 사업 각각의 이익률은 동일하다고 가정해 부문별 매출액 비중으로 연간 순이익을 분배하였음
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 2018년, 2019년 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	신규 추정	컨센서스	차이	신규 추정	컨센서스	차이
매출액	257.3	267.4	(3.8)	295.7	326.1	(9.3)
영업이익	63.9	67.3	(5.0)	79.6	84.5	(5.8)
영업이익률	24.8	25.2	(0.3)	26.9	25.9	(1.0)
순이익	38.6	41.8	(7.6)	51.9	59.6	(13.0)
순이익률	15.0	15.6	(0.6)	17.5	18.3	(0.7)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 4〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	67.5	67.7	68.0	54.0	70.4	72.4	78.7	74.1	153.1	216.4	257.3	295.7
FPCB 향	27.3	24.8	26.8	18.6	28.0	27.9	27.3	24.1	81.7	108.2	97.5	107.3
방열시트향	28.4	27.8	23.5	19.3	23.7	25.0	27.7	24.8	44.7	74.9	98.9	101.2
일반/기타 (+신규 어플리케이션)	11.8	13.7	15.0	16.1	18.6	19.6	23.7	25.2	26.5	33.2	56.6	87.1
생산가능량(톤)	829	829	829	829	875	925	975	975	2,300	2,701	3,318	3,750
출하량/생산가능량(%)	109.5	109.9	103.3	89.1	107.3	106.1	107.1	103.8	87.0	107.6	103.0	106.1
출하량(톤)	908	912	857	739	939	982	1,045	1,012	2,002	2,905	3,416	3,978
국내(FPCB+일반/기타)	247	249	280	250	294	279	351	371	662	1,013	1,026	1,295
해외(방열+FPCB)	661	663	577	489	645	703	694	641	1,340	1,892	2,390	2,683
ASP 변화율(QoQ)	3.0	(2.3)	4.9	(4.1)	2.6	(1.6)	2.2	(2.9)	(4.0)	(2.5)	(0.6)	0.4
국내(FPCB+일반/기타)	8.3	(16.8)	12.2	(3.0)	5.0	(3.0)	(5.0)	0.0	3.5	(5.5)	(4.2)	(1.6)
해외(방열+FPCB)	5.1	4.7	0.9	(5.0)	2.0	0.0	5.0	(5.0)	(5.8)	(1.3)	3.2	0.9
매출총이익	21.4	22.2	23.3	17.3	22.5	24.6	27.6	25.9	46.5	70.8	84.3	100.6
매출총이익률	31.7	32.8	34.3	32.0	32.0	34.0	35.0	35.0	30.4	32.7	32.8	34.0
판매비와관리비	4.6	5.4	4.9	5.4	4.9	5.4	5.5	5.2	14.2	17.8	20.4	21.1
판매비율	6.8	8.0	7.2	10.0	7.0	7.5	7.0	7.0	9.2	8.2	7.9	7.1
영업이익	16.8	16.8	18.4	11.9	17.6	19.2	22.0	20.7	32.3	53.0	63.9	79.6
영업이익률	24.9	24.8	27.1	22.0	25.0	26.5	28.0	28.0	21.1	24.5	24.8	26.9
세전이익	13.7	15.5	11.8	7.9	12.6	17.2	17.1	18.8	27.6	42.4	48.8	65.6
세전이익률	20.2	22.9	17.3	14.6	17.9	23.8	21.7	25.3	18.0	19.6	19.0	22.2
순이익	10.7	12.1	9.5	6.4	10.0	13.6	13.5	14.8	21.0	32.8	38.6	51.9
순이익률	15.8	17.9	14.0	11.8	14.2	18.8	17.1	20.0	13.7	15.2	15.0	17.5

자료: 한국투자증권

기업개요

SKC코오롱PI는 폴리이미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 각각 50%씩 출자해 2008년 설립. PI필름을 FPCB용 소재 생산업체, 방열시트 생산업체 및 산업용 PI필름 수요업체에 공급함. PI필름은 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로, 상용화된 플라스틱 필름 중 내열성, 치수안정성, 절연성, 내화학성 측면에서 뛰어남. 주요 어플리케이션이 FPCB에서 인조 그래파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장 성장 중. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%으로 구성.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	95	130	127	133	140
현금성자산	44	71	64	65	64
매출채권및기타채권	26	29	33	35	38
재고자산	24	18	15	15	16
비유동자산	213	211	222	240	248
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	205	200	210	226	232
무형자산	2	6	5	6	6
자산총계	308	341	349	373	388
유동부채	31	57	59	54	53
매입채무및기타채무	18	34	33	30	26
단기차입금및단기사채	7	4	5	3	5
유동성장기부채	3	13	13	13	15
비유동부채	48	35	33	44	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	35	22	17	27	27
부채총계	79	93	92	98	95
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
기타자본	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
이익잉여금	104	124	133	150	168
자본총계	229	248	258	274	293

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	34	70	55	65	59
당기순이익	21	33	39	52	54
유형자산감가상각비	13	15	15	16	16
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(8)	13	0	(3)	(11)
기타	8	8	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(28)	(22)	(28)	(37)	(29)
유형자산투자	(27)	(12)	(25)	(32)	(21)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(10)	0	0	0
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(2)	(1)
기타	(1)	0	(3)	(3)	(7)
재무활동현금흐름	13	(20)	(33)	(27)	(31)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	17	(6)	(4)	8	4
배당금지급	(3)	(13)	(23)	(29)	(35)
기타	(1)	(1)	(6)	(6)	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	20	28	(7)	1	(1)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	153	216	257	296	319
매출원가	107	146	173	195	217
매출총이익	46	71	84	101	102
판매관리비	14	18	20	21	26
영업이익	32	53	64	80	76
금융수익	0	1	1	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	1	1	1	1	2
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(5)	(10)	(15)	(14)	(6)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	42	49	66	69
법인세비용	7	10	10	14	15
당기순이익	21	33	39	52	54
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	21	33	39	52	54
EBITDA	45	68	79	96	93

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	714	1,116	1,315	1,766	1,823
BPS	7,783	8,453	8,771	9,341	9,968
DPS	450	800	1,000	1,200	1,200
성장성(% , YoY)					
매출증가율	12.3	41.4	18.9	14.9	8.0
영업이익증가율	11.7	63.9	20.6	24.5	(4.7)
순이익증가율	23.5	56.3	17.8	34.3	3.2
EPS증가율	23.5	56.3	17.8	34.3	3.2
EBITDA증가율	11.6	51.3	16.1	20.9	(3.2)
수익성(%)					
영업이익률	21.1	24.5	24.8	26.9	23.7
순이익률	13.7	15.2	15.0	17.5	16.8
EBITDA Margin	29.6	31.6	30.9	32.5	29.1
ROA	7.3	10.1	11.2	14.4	14.1
ROE	9.6	13.8	15.3	19.5	18.9
배당수익률	3.2	1.7	3.2	3.8	3.8
배당성향	63.0	71.7	76.0	68.0	65.8
안정성					
순차입금(십억원)	2	(42)	(41)	(37)	(36)
차입금/자본총계비율(%)	19.9	15.7	13.6	15.6	16.0
Valuation(X)					
PER	19.6	42.3	23.8	17.7	17.1
PBR	1.8	5.6	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	9.1	19.7	11.0	9.2	9.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SKC코오롱PI (178920)	2016.01.25	매수	16,000원	-28.0	-7.2
	2017.01.25	1년경과		77.4	237.5
	2018.01.25	1년경과		169.2	209.4
	2018.06.04	매수	56,000원	-9.8	-2.7
	2018.07.17	매수	63,000원	-30.8	-12.1
	2018.12.13	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 13일 현재 SKC코오롱PI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.